

Recomendación: Compra

Febrero 26 de 2007

ETB S.A. ESP

Resultados 4T07 ligeramente por debajo de lo esperado, pero ampliación del margen EBITDA reafirma nuestra tesis

Datos e Internet sigue mostrando un gran dinamismo. Los ingresos por concepto de Datos e Internet ascendieron a \$296 mil millones, presentando un excelente comportamiento al incrementarse un 34,9% respecto al año anterior. Los ingresos por Larga Distancia presentaron un crecimiento del 13,1%. A pesar del positivo comportamiento de Datos e Internet y Larga Distancia, los ingresos totales se redujeron un 3,3%

El EBITDA de 2007 terminó en \$790 mil millones un 2,3% por debajo de nuestras estimaciones. Sin embargo, el Margen EBITDA fue 52,6% muy por encima del 50,5% que estábamos esperando. A pesar de que los ingresos estuvieron por debajo de lo presupuestado en un 6,2%, el EBITDA tan solo se alejó un 2,3%. Lo anterior demuestra los beneficios que ETB puede obtener al enfocarse en el negocio de Datos e Internet y a sus estrategias de control de costos y gastos.

La Utilidad Neta terminó en \$240 mil millones, un 29,7% más que en 2006. El incremento en la utilidad se presenta por la mayor Utilidad Operacional durante el año y por no consolidar a Colombia Móvil en los Estado Financieros de 2007.

El dividendo propuesto de \$36,88 por acción se ubicó un 5,6% por encima de nuestro estimado de \$34,9, representa un atractivo dividend yield de 6% y un incremento del 54,9% con respecto al dividendo de 2006. Yield atractivo si se compara con el del mercado accionario colombiano que apenas se acerca al 2%, además el dividendo presentó un crecimiento muy superior al reportado por el resto de compañías.

Balance General (Millones de COP\$)	2005	2006	2007	2008E
Activos	4.366.768	4.645.924	4.675.346	5.014.211
Caja e Inversiones Temporales	279.985	137.968	204.026	542.056
Pasivos	2.278.793	2.466.975	371.259	2.459.135
Deuda Fra	962.849	786.776	145.936	652.153
Patrimonio	2.087.975	2.178.949	2.303.709	2.555.076
Valor Intrínseco (COP\$)	588,38	614,02	649,18	720,01
Estado de Resultados (Millones de COP\$)	2005	2006	2007	2008E
Ingresos	1.441.512	1.553.620	1.502.299	1.663.928
EBITDA	753.895	784.805	790.188	840.526
Margen EBITDA	52,3%	50,5%	52,6%	50,5%
Utilidad Neta	144.299	185.706	240.789	336.446
UPA	40,66	52,33	67,85	94,81
Dividendo		23,80	36,88	52,15
Multiplos	2005	2006	2007	2008E
P/E	15,8	12,3	9,5	6,8
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9
Div. Yield		3,7%	5,7%	8,1%
EV/EBITDA		3,7	3,7	3,5

Fuente: ETB; Cálculos: Bolsa y Renta

INVESTIGACIÓN ACCIONES LATINOAMERICA - COLOMBIA TELECOMUNICACIONES

Maria Clara Aristizábal Restrepo
mcaristizabal@bolsayrenta.com
574 - 448 43 00 Ext 131

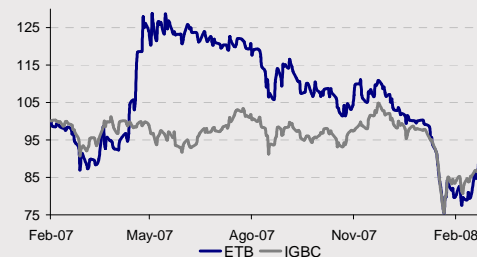
Mauricio Restrepo Del Toro
mrestrepo@bolsayrenta.com
574 - 448 43 00 Ext 156

Carlos Eduardo González Tabares
cegonzalez@bolsayrenta.com
574 - 448 43 00 Ext 170

Información de Mercado

Precio (25 Feb 08)	\$ 642
Precio Objetivo YE 08	\$ 1.229
Potencial Valorización	91%
52-Wk Range	\$600 - \$887
Capitalización de Mercado (Millones de COP\$)	2.278.243
Acciones en Circ. (Millones de acciones)	3.549
Vol. Prom. Diario 2007 (Miles de acciones)	2.043
Vol. Prom. Diario 2008 (Miles de acciones)	1.163
Vol. Prom. Diario 2007 (Millones de COP\$)	\$ 1.632
Vol. Prom. Diario 2008 (Millones de COP\$)	\$ 672

Figura 1
ETB vs. IGBC (Base 100 = Feb 2007)



Precios de Cierre del 22 de Febrero de 2007
Fuente: Bloomberg

Los inversionistas deben tomar el contenido de este documento sólo como un elemento en el proceso de la toma de sus decisiones de inversión. Para mayor información con respecto a nuestras recomendaciones de inversión y a nuestros productos, favor comunicarse con alguno de nuestros asesores comerciales.
www.bolsayrenta.com

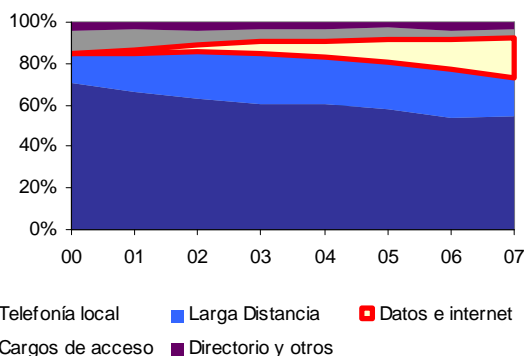
Para conocer las condiciones de uso y contactos comerciales favor referirse a la página 14

1. Ingresos

Los resultados de 2007 confirmaron una vez más la tendencia de recomposición en los ingresos de ETB. En línea con la tendencia mundial de declive en la telefonía fija y acelerado crecimiento del servicio de Internet, el 19,7% de los ingresos de ETB en 2007 provinieron de Datos e Internet, mientras que al cierre de 2006 éstos representaron el 14% del total de ingresos y en el año 2000 eran inexistentes.

Figura 2

Mezcla de Ingresos 2000 –2007



Fuente: ETB

1.1 Datos e Internet

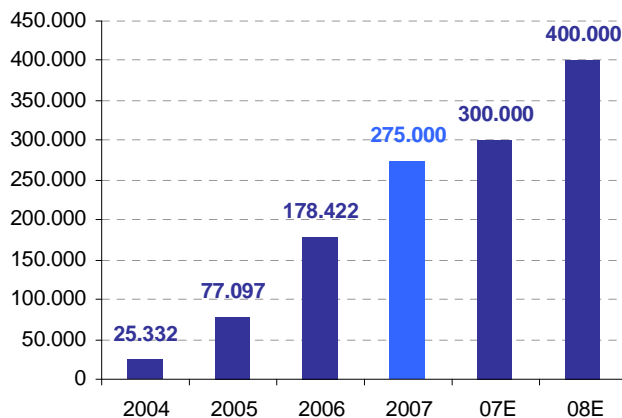
Datos e Internet sigue mostrando un gran dinamismo. Los ingresos por concepto de Datos e Internet presentaron un excelente comportamiento, al registrar un crecimiento del 34,9% respecto al año anterior, pasando de \$219 mil millones a \$296 mil millones, lo que refleja el éxito en la estrategia de penetración de la compañía en este mercado.

El número de usuarios de Banda Ancha se incrementó en un 54,1%, sin embargo no se cumplió la meta de los 300 mil usuarios. A Diciembre de 2007 ETB cuenta con cerca de 275 mil usuarios de Banda Ancha, mientras que a Diciembre 31 de 2006 la empresa contaba con cerca de 180 usuarios de Banda Ancha, lo que representa un incremento del 54,1% en tan solo un año.

La nueva definición de Banda Ancha es una oportunidad para que ETB se consolide como el proveedor líder de este servicio en Colombia. A partir de 2008 sólo se considerará Banda Ancha aquella con velocidad superior a 512 Kbps. Mientras que la mayoría de conexiones del país no cumple con estas especificaciones, el 100% de los usuarios de ETB tendrá esta velocidad hacia 2008.

Figura 3

Suscriptores Banda Ancha ETB



Fuente: ETB

1.2 Larga Distancia

El negocio de Larga Distancia también registró un comportamiento positivo. Los ingresos por Larga Distancia presentaron un crecimiento del 13,1% frente a Diciembre de 2006, ingresos que gracias a las estrategias de empaquetamiento y de migración de clientes hacia planes ilimitados, se han recuperado.

A pesar del positivo comportamiento de Datos e Internet y Larga Distancia, los ingresos totales se redujeron un 3,3%. Esta caída se encuentra principalmente explicada por el descenso en los ingresos por Minutos Internacionales y Directorios, Facturación, Enlaces y Otros. Los ingresos por Minutos Internacionales se han visto afectados por la disminución del tráfico a raíz del aumento en las tarifas por parte de la Comisión de Regulación de Telecomunicaciones. En el caso de los Directorios el efecto es simplemente contable.

Figura 4

Ingresos 2006 – 2007 (\$ Millones)

	Dic-06	Dic-07	Var	% de Var
Local	841.869	816.929	-24.940	-3,0%
Larga Distancia	169.309	191.561	22.252	13,1%
Datos e Internet	219.401	295.901	76.500	34,9%
Ingresos por Telefonía	1.230.579	1.304.391	73.812	6,0%
Cargos de acceso	62.422	58.608	-3.814	-6,1%
Ingresos Minutos internacionales	195.267	85.658	-109.609	-56,1%
Directorio, facturación y otros	65.351	53.642	-11.709	-17,9%
Ing. por Serv. Telecom.	323.040	197.908	-125.132	-38,7%
Ingresos Totales	1.553.619	1.502.299	-51.320	-3,3%

Fuente: ETB

1.3 Minutos Internacionales

Los Ingresos por Minutos Internacionales se redujeron un 56,1% en 2007. La disminución se presentó porque la Comisión de Regulación de Telecomunicaciones aumentó la tarifa que ETB debe pagar a los operadores celulares hasta \$260 desde \$64 por minuto. ETB reflejó este incremento en los precios de los operadores internacionales, cuya demanda ha mostrado una alta elasticidad al precio, lo que ha llevado a una reducción del tráfico y de los ingresos de ETB.

1.4 Telefonía Local

La empresa ha logrado estabilizar estos ingresos y mantener su participación del 82% del mercado en Bogotá, a pesar de la entrada de nuevos jugadores como Telmex y TV Cable. La estrategia de la empresa se ha concentrado en mantener los ingresos de telefonía local a través del empaquetamiento de servicios "Combos ETB" y los planes de Telefonía Fija ilimitada.

En Agosto ETB adquirió a la Empresa de Telecomunicaciones del Llano (ETELL) Se trata del segundo operador mas grande en el departamento del Meta, con más de 33 mil líneas fijas y 4.400 usuarios de Banda Ancha, ubicados en Villavicencio y en los municipios de Granada, San Martín, Acacias, Puerto Lopez, Cumaral y Castilla La Nueva.

2. Costos y Gastos

Los costos y gastos presentaron una caída del 7,3%. La disminución de \$90 mil millones en los costos y gastos está explicada principalmente por la reducción de \$39 mil millones en los gastos gestionables, lo que habla del éxito que ha tenido la empresa en la gestión eficiente de los recursos.

Figura 5

Costos y Gastos (\$ Millones)

	2006	2007	Var (\$)	Var (%)
COSTOS Y GASTOS	1.231.848	1.141.503	-90.345	-7,3%
Cargos de acceso	158.039	139.969	-18.070	-11,4%
Depreciación	225.627	218.342	-7.285	-3,2%
Amortización	73.531	84.038	10.507	14,3%
Provisiones	163.875	127.013	-36.862	-22,5%
Deprec. Amortización y Provisiones	463.033	429.393	-33.640	-7,3%
Personal	237.864	213.715	-24.149	-10,2%
Publicidad y Promoción	47.127	36.361	-10.766	-22,8%
Mantenimiento y Materiales	63.736	69.514	5.778	9,1%
Call Center y Otros	57.834	60.815	2.981	5,2%
Contribuciones	19.246	21.294	2.048	10,6%
Seguros	14.344	15.908	1.564	10,9%
Alquiler	45.873	32.173	-13.700	-29,9%
Servicios Públicos	18.530	18.637	107	0,6%
Impuestos	32.752	26.223	-6.529	-19,9%
Honorarios	17.542	21.567	4.025	22,9%
Arrendamiento	20.903	21.309	406	1,9%
Entrega de Fact., vigilancia y otros	35.027	34.625	-402	-1,1%
Gestionables	610.778	572.141	-38.637	-6,3%

Fuente: ETB

Los gastos gestionables presentaron una disminución del 6,3%. Es importante resaltar los esfuerzos en recortes de costos y gastos que ayudan a aumentar la eficiencia de la compañía. La reducción de los gastos gestionables esta explicada principalmente en los gastos de personal y de publicidad y promoción que en conjunto disminuyeron \$34 mil millones. De otro lado, las depreciaciones y amortizaciones también disminuyeron, se destaca la disminución en las provisiones, pasando de \$163 mil millones en 2006 a \$127 mil millones en 2007.

Resulta importante anotar como el crecimiento de Datos e Internet ha sido rentable. Mientras que los ingresos por este concepto crecieron un 34,9%, los costos y gastos asociados con este negocio presentaron una caída de 6,5%.

Figura 6

Crecimiento Datos e Internet

	Dic-06	Dic-07	Var (\$)	Var (%)
Ingresos Datos e Internet	219.401	295.901	76.500	34,9%
Publicidad y Promoción	47.127	36.361	(10.766)	-22,8%
Mantenimiento y Materiales	63.736	69.514	5.778	9,1%
Call Center y otros	57.834	60.815	2.981	5,2%
Alquiler	45.873	32.173	(13.700)	-29,9%
Arrendamiento	20.903	21.309	406	1,9%
Costos y Gastos Asociados	235.473	220.172	(15.301)	-6,5%

Fuente: ETB

3. EBITDA y Margen EBITDA

El EBITDA de 2007 terminó en \$790 mil millones un 2,3% por debajo de nuestras estimaciones. Sin embargo, el Margen EBITDA fue 52,6% muy por encima del 50,5% que estábamos esperando. A pesar de que los ingresos estuvieron por debajo de lo presupuestado en un 6,2%, el EBITDA tan solo se alejó un 2,3%. Lo anterior demuestra los beneficios que ETB puede obtener al enfocarse en el negocio de Datos e Internet y a sus estrategias de control de costos y gastos.

Figura 7

Margen EBITDA

	1T07	2T07	3T07	4T07	2007
Ingresos	352.342	384.594	378.892	386.471	1.502.299
Utilidad Operacional	56.319	78.817	144.895	80.765	360.796
Depreciaciones	51.416	54.630	53.150	59.146	218.342
Amortizaciones	19.233	21.192	20.860	22.753	84.038
Provisiones	32.075	40.152	19.202	35.584	127.013
EBITDA	159.043	194.791	238.107	198.248	790.189
Margen EBITDA	45,1%	50,6%	62,8%	51,3%	52,6%

Fuente: ETB

Cálculos: Bolsa y Renta.

4. Flujo de Caja

Durante el cuarto trimestre la compañía generó un EBITDA de \$198.248 millones, suficiente para cumplir con sus obligaciones. Los recursos generados durante el semestre fueron utilizados principalmente en inversiones de propiedad planta y equipo y reducción de contingencias por \$130 mil millones y \$64 mil millones respectivamente. Se destaca la capacidad de generación de caja de la compañía durante el año, que permitió aumentar el disponible e inversiones temporales desde \$137 mil millones en 2006 a \$204 mil millones en 2007, cuando presentó inversiones por más de \$376 mil millones, pago de contingencias por \$116 mil millones y pago de dividendos por \$114 mil millones.

Figura 8

Flujo de Caja

Millones de COP\$	1T07	2T07	3T07	4T07
EBITDA	159.043	194.791	238.107	198.248
(Aum) Dism en el KTNO	62.230	-6.985	98.153	7.301
(Aum) Dism Inversiones	-59.455	-114.887	-70.526	-130.831
Aum (Dism) Obligaciones Financieras	1.080	-15.397	-611	-19.419
Pago de Dividendos	-28.120	-84.456	1	-1.955
Pago de Contingencias	-17.690	-17.123	-16.540	-64.803
Aum (Dism) Otras Fuentes de Financiación	1.732	-6.161	-73.712	106
Utilidad No Operativa	-25.795	-18.377	-33.718	48.725
Provisión de Impuestos	-21.856	-8.780	-37.313	-22.895
Aumento Fondo Pensional	-5.485	-12.974	-27.599	0
Flujo de Caja del Período	65.686	-90.349	76.243	14.478
Disponibles e Inv. Temporales Inicial	137.968	203.653	113.304	189.547
Disponibles e Inv. Temporales Final	203.653	113.304	189.547	204.026

Fuente: ETB
Cálculos: Bolsa y Renta.

5. Utilidad Neta

La Utilidad Neta terminó en \$240 mil millones, un 29,7% más que en 2006. El incremento en la utilidad se presenta por la mayor Utilidad Operacional (EBIT) durante el año - \$360 mil millones en 2006 Vs. \$321 mil millones en 2007 - y por no consolidar a Colombia Móvil en los Estados Financieros de 2007. En 2006 ETB registró una pérdida por método de participación de Colombia Móvil por \$84 mil millones de pesos, mientras que en 2007 ya este rubro no se tiene en cuenta en el Estado de Resultados. Sin embargo, la compañía presentó una mayor provisión de impuestos por \$90 mil millones de pesos, cuando había registrado \$32 mil millones en 2006.

Figura 9

Utilidad Neta

	2006	2007	Var (\$)	Var (%)
Total Telefonía	1.206.446	1.094.148	-112.298	-9,3%
Datos e internet	219.401	295.901	76.500	34,9%
Cargos de acceso	62.422	58.608	-3.814	-6,1%
Directorio y otros	65.351	53.642	-11.709	-17,9%
Total Ingresos	1.553.620	1.502.299	-51.321	-3,3%
Total Costos y Gastos	-1.231.848	-1.141.503	90.345	-7,3%
EBIT	321.772	360.796	39.024	12,1%
Margen EBIT	20,7%	24,0%	3,3%	16,0%
Pensiones y aportes al ISS	-138.898	-137.424	1.475	-1,1%
Pérdida Colombia Móvil	-83.879	-	83.879	-100,0%
Otros Ingresos (Gastos) Neto	109.978	108.261	-1.717	-1,6%
Utilidad no operacional	-112.799	-29.163	83.637	-74,1%
Utilidad Antes de Impuestos	208.973	331.633	122.660	58,7%
Total Impuesto Renta	-23.266	-90.844	-67.577	290,5%
Utilidad Neta	185.706	240.789	55.082	29,7%

Fuente: ETB

6. Pasivo Pensional

El valor del cálculo actuarial del pasivo pensional asciende a \$1.114 mil millones en 2007. El valor del cálculo actuarial en 2001 se ubicaba en \$1.022 miles de millones de pesos. Presentó un aumento en los dos períodos siguientes alcanzando su valor máximo en el año 2003 por \$1.193 miles de millones. A partir de entonces el cálculo actuarial ha presentado una disminución de \$70 mil millones, terminando el año 2006 en \$1.122 mil millones y 2007 en \$1.114 mil millones.

Figura 10

Cálculo Actuarial 2001 - 2006

Año	Valor (\$ Millones)	Variación (\$)	Variación (%)
2001	1.022.121	-	-
2002	1.085.164	63.043	6%
2003	1.193.041	107.877	10%
2004	1.148.346	-44.695	-4%
2005	1.132.914	-15.432	-1%
2006	1.122.922	-9.992	-1%

Fuente: ETB
Cálculos: Bolsa y Renta.

El valor del fondo pensional terminó en \$676 mil millones, correspondientes al 60% del pasivo pensional, mientras que en 2005 tan solo representaba el 25%. El valor del fondo pensional ha aumentado en \$394 mil millones, más que doblando el valor que tenía el fondo en 2005.

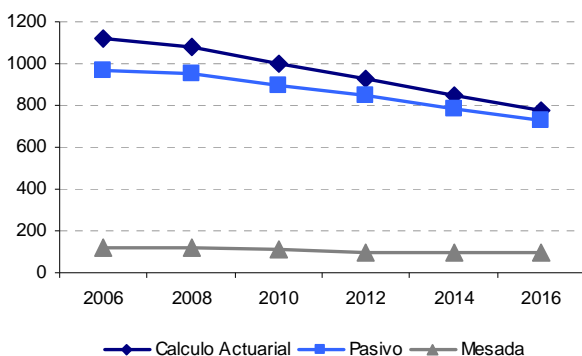
La administración ha anunciado que pretende fondear el pasivo pensional y posteriormente conmutar la totalidad de esta obligación, adoptada desde el 2003, cuya esencia es garantizar, con la constitución del Patrimonio Autónomo Pensional, el cumplimiento de las obligaciones asociadas con los pensionados y mitigar riesgos por insolvencia relacionados con la posible generación de contingencias futuras de liquidez, traducándose lo anterior en un mejoramiento de los indicadores financieros de la empresa.

La estrategia consiste en financiación vía endeudamiento hasta por el monto requerido bajo la modalidad de TES Global Corporativo, es decir, un título con tasa de interés fija, que se emite en pesos pagadero en dólares con el riesgo cambiario asumido por el inversionista. Se considera esta modalidad y monto teniendo en cuenta las condiciones de mercado favorables en términos tanto de tasas como de liquidez primaria y secundaria de los títulos.

Con esta operación se lograría cubrir el 100% del valor del cálculo actuarial a Diciembre de 2006. Adicionalmente, parte de estos recursos permitirían la sustitución de deuda contraída por la empresa con anterioridad, para el mismo fin, optimizando así el perfil del pasivo corporativo sin afectar los niveles de flujo de caja ni restringir la capacidad de endeudamiento a futuro que permitan cubrir los requerimientos de Capex y Opex de la operación de ETB.

Figura 11

Pasivo Pensional 2006 – 2016E



Fuente: ETB

Adicionalmente se liberarían recursos, gracias al beneficio fiscal sobre los rendimientos financieros que obtenga el Patrimonio Autónomo Pensional, se internacionaliza la Empresa mediante la colocación de bonos en el mercado global y se cumple gestión social en la medida en que se aseguran los recursos para dar cumplimiento a la obligación pensional.

7. Dividendo

El dividendo propuesto de \$36,88 por acción se ubicó un 5,6% por encima de nuestro estimado de \$34,9, representa un atractivo dividend yield de 6% y un incremento del 54,9% con respecto al dividendo del año pasado. El dividendo contemplado en la Proposición sobre Distribución de Utilidades que la Junta Directiva pondrá a consideración de la Asamblea de Accionistas es una excelente noticia para la acción. La distribución de \$36,88 por acción representa un yield de 6% mientras que el mercado accionario colombiano apenas se acerca al 2%, además de un crecimiento muy superior al que presentan los dividendos del resto de compañías.

Figura 12

Dividendo

	Dividendo 06	Dividendo 07	Variación
ETB	24	37	55,0%
MINEROS	66	78	18,2%
COLINVERS	228	252	10,5%
CEMARGOS	102	112	9,8%
BCOLOMBIA	532	568	6,8%
PFBOLOM	532	568	6,8%
BOGOTA	1.284	1.356	5,6%
CORFICOLCF	909	852	-6,3%
EXITO	300	240	-20,0%
Promedio			9,6%

Fuente: ETB

8. Conclusión

Mantenemos nuestro precio objetivo de \$1.229 para diciembre de 2008, así como nuestra recomendación de compra de ETB. El precio de \$1.229 se obtiene a partir del precio objetivo de \$1.080 para 2007 (Ver Página 7).

Figura 13

ESTADO DE RESULTADOS TRIMESTRAL

(Cifras en Millones de COP\$)

	4T07 Acum	4T06 Acum	Var (\$)	Var (%)
Local	816.929	841.869	-24.940	-2,96%
Larga Distancia	191.561	169.309	22.252	13,14%
Datos e Internet	295.901	219.401	76.500	34,87%
INGRESOS POR TELEFONIA	1.304.391	1.230.579	73.812	6,00%
Cargos de acceso	58.608	62.422	-3.814	-6,11%
Ingresos Minutos internacionales	85.658	195.267	-109.609	-56,13%
Directorio, facturación, enlaces y otros	53.642	65.351	-11.709	-17,92%
OTROS INGRESOS POR SERV. TELECOMUN.	197.908	323.040	-125.132	-38,74%
VENTA DE BIENES			0	100,00%
COSTO DE BIENES VENDIDOS			0	0,00%
INGRESOS TOTALES	1.502.299	1.553.619	-51.320	-3,30%
Personal	-213.715	-237.864	24.149	-10,15%
Depreciación	-218.342	-225.627	7.285	-3,23%
Cargos de Acceso y capacidad de transporte	-139.969	-158.039	18.070	-11,43%
Amortización	-84.038	-73.531	-10.507	14,29%
Publicidad y Promoción	-36.361	-47.127	10.766	-22,84%
Provisiones	-127.013	-163.875	36.862	-22,49%
Mantenimiento y Materiales	-69.514	-63.736	-5.778	9,07%
Call Center y otros	-60.815	-57.834	-2.981	5,15%
Contribuciones	-21.294	-19.246	-2.048	10,64%
Seguros	-15.908	-14.344	-1.564	10,90%
Alquiler	-32.173	-45.873	13.700	-29,87%
Servicios Públicos	-18.637	-18.530	-107	0,58%
Impuestos	-26.223	-32.752	6.529	-19,93%
Entrega de Facturas y procesamiento	0	0	0	0,00%
Honorarios	-21.567	-17.542	-4.025	22,94%
Vigilancia	0	0	0	0,00%
Arrendamiento	-21.309	-20.903	-406	1,94%
Otros	-34.625	-35.027	402	-1,15%
COSTOS Y GASTOS	-1.141.503	-1.231.848	90.345	-7,33%
UTILIDAD OPERACIONAL	360.796	321.772	39.024	12,13%
INGRESOS NO OPERACIONALES	274.700	277.985	-3.285	-1,18%
PENSIONES DE JUBILACION	143.270	141.597	1.673	1,18%
GASTOS NO OPERACIONALES	169.403	251.793	-82.390	-32,72%
Gasto por Diferencia en Cambio	-7.583	86	-7.669	-8917,44%
Utilidad por Corrección Monetaria	16.392	2.519	13.873	550,73%
OTROS INGRESOS Y GASTOS	8.809	2.605	6.204	70,43%
UTILIDAD ANTES DE IMPTO DE RENTA	331.632	208.972	-38.774	-11,69%
Provisión Imporrenta	-90.844	-23.266	-67.578	290,46%
UTILIDAD DEL EJERCICIO	240.789	185.706	55.083	29,66%

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta
Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 14

BALANCE GENERAL TRIMESTRAL

(Cifras en Millones de COP\$)

	4T06	1T07	2T07	3T07	4T07
Activos					
Disponible e Inversiones Temporales	137.968	203.653	113.304	189.547	204.026
Cartera Comercial	534.738	456.255	436.009	412.178	371.259
Deudores varios	99.635	107.968	118.431	126.646	145.936
Inventarios	13.064	10.214	9.131	12.866	13.993
Gastos pagados por anticipado	19.316	22.097	18.399	12.442	14.745
Total Activo Corriente	804.721	800.187	695.274	753.679	749.959
NO CORRIENTE					
Propiedad planta y equipo	1.816.950	1.806.635	1.828.644	1.846.322	1.917.895
Inversiones a largo plazo	152.028	153.101	156.360	178.978	173.982
Deudores	403.730	403.680	356.287	373.090	1.053.931
Fondo pasivo pensional	611.396	616.881	629.856	657.455	
Intangibles	164.065	164.279	166.154	162.722	171.367
Diferidos	422.176	420.009	431.931	391.582	365.292
Obras en propiedad ajena y otros activos	19.273	21.125	21.647	22.222	
Valorizaciones	251.586	248.287	248.263	248.381	242.920
Total Activo No Corriente	3.841.203	3.833.998	3.839.142	3.880.753	3.925.387
Total Activo	4.645.924	4.634.185	4.534.416	4.634.432	4.675.346
Pasivos					
Obligaciones Financieras Nacionales	37.751	38.831	20.577	40.590	33.750
Operadores y Proveedores	156.028	134.513	123.756	134.216	134.800
Deuda pública externa	4.281	1.990	3.739	1.757	
Dividendos Decretados	30.074	86.410	1.954	1.955	
Acreedores varios	110.160	98.409	83.646	122.994	134.661
Impuestos, pensiones y otros	320.512	335.700	361.556	390.274	343.888
Recaudo a favor de terceros y otros	67.606	79.998	56.454	60.213	85.634
Total Pasivo Corriente	726.411	775.850	651.682	751.999	732.733
LARGO PLAZO					
Obligaciones Financieras Nacionales	237.500	237.500	240.357	219.732	207.153
Deuda pública Externa	516	505	414	427	0
Pensiones de Jubilación - Apropiado	846.674	847.152	848.587	850.021	847.823
Cesantías	9.437	8.305	8.205	8.074	9.477
Contingencias	330.936	345.321	368.351	371.012	341.793
Corrección monetaria y diferidos	315.501	320.104	265.375	224.925	232659
Total Pasivo Largo Plazo	1.740.564	1.758.887	1.731.289	1.674.191	1.638.905
Total Pasivo	2.466.975	2.534.737	2.382.971	2.426.190	2.371.638
Capital	1.923	1.923	1.923	1.923	1.923
Prima en colocacion de acciones	262.061	262.061	262.061	262.061	262.061
Reservas	770.989	872.240	872.240	872.240	872.240
Revalorización del Patrimonio	706.630	706.630	706.630	689.444	683.775
Superávit por Valoriz, Donaciones, Part P	251.639	247.926	248.263	248.381	242.920
Resultados de Ejercicios anteriores	0	0	0	0	0
Resultado del Presente Ejercicio	185.706	8.668	60.328	134.193	240.789
Patrimonio	2.178.949	2.208.242	2.151.445	2.208.242	2.303.709
Total Pasivo y Patrimonio	4.645.924	4.634.185	4.534.416	4.634.432	4.675.346

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta
Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 15

EBITDA Y MARGEN EBITDA TRIMESTRAL

	1T07	2T07	3T07	4T07
Local	189.254	211.861	203.474	212.341
Larga Distancia	43.057	50.311	48.906	49.287
Datos e Internet	65.109	76.120	73.383	81.289
INGRESOS POR TELEFONIA	297.420	338.292	325.763	342.916
Cargos de acceso	14.528	14.983	11.684	17.414
Ingresos Minutos internacionales	36.190	22.988	17.669	8.811
Directorio, facturación, enlaces y otros	4.196	7.023	20.844	21.580
OTROS INGRESOS POR SERV. TELECOMUN.	54.914	44.994	50.196	47.804
INGRESOS TOTALES	352.342	384.594	378.892	386.471
COSTOS Y GASTOS	-296.023	-305.777	-233.997	-305.706
EBIT	56.319	78.817	144.895	80.765
Depreciación	51.416	54.630	53.150	59.146
Amortización	19.233	21.192	20.860	22.753
Provisiones	32.075	40.152	19.202	35.584
EBITDA	159.043	194.791	238.107	198.248
Margen EBITDA	45,14%	50,65%	62,84%	51,30%

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta
Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 16

FLUJO DE CAJA TRIMESTRAL

(Cifras en Millones de COP\$)

	4T06 - 1T07	1T07 - 2T07	2T07 - 3T07	3T07-4T07
UTILIDAD OPERATIVA	56.319	78.817	144.895	80.765
Depreciación	51.416	54.630	53.150	59.146
Amortización	19.233	21.192	20.860	22.753
Provisiones	32.075	40.152	19.202	35.584
EBITDA	159.043	194.791	238.107	198.248
(Aum) Dism Cartera Comercial	78.483	20.246	23.831	40.919
(Aum) Dism Deudores varios	-8.333	-10.463	-8.215	-19.290
(Aum) Dism Inventarios	2.850	1.083	-3.735	-1.127
(Aum) Dism Gastos pagados por anticipado	-2.781	3.698	5.957	-2.303
(Aum) Dism Operadores y Proveedores	-21.515	-10.757	10.459	584
Aum (Dism) Deuda pública externa	-2.292	1.749	-1.982	-1.757
Aum (Dism) Recaudo a favor de terceros y otros	12.392	-23.543	3.759	25.421
Aum (Dism) Acreedores varios	-11.751	-14.763	39.348	11.667
Aum (Dism) pensiones	0	0	4.642	0
Aum (Dism) Impuestos, pensiones y otros	15.188	25.856	24.076	-46.386
Aum (Dism) Deuda pública Externa	-11	-91	13	-427
(Aum) Dism en el KTNO	62.230	-6.985	98.153	7.301
Aum (Dism) Propiedad planta y equipo	-41.101	-76.639	-70.828	-130.719
Aum (Dism) Inversiones a largo plazo	-1.074	-3.258	-22.618	4.996
Aum (Dism) Inversión en Intangibles y diferidos	-17.281	-34.989	22.921	-5.107
(Aum) Dism Inversiones	-59.455	-114.887	-70.526	-130.831
Obligaciones Financieras Nacionales CP	1.080	-18.254	20.014	-6.840
Obligaciones Financieras Nacionales LP	0	2.857	-20.625	-12.579
Aum (Dism) Obligaciones Financieras	1.080	-15.397	-611	-19.419
Dividendos Decretados	56.336	-84.456	1	-1.955
Dividendos decretados por la asamblea	-84.456	0	0	0
Pago de Dividendos	-28.120	-84.456	1	-1.955
Aum (Dism) Contingencias	-17.690	-17.123	-16.540	-64.803
Pago de Contingencias	-17.690	-17.123	-16.540	-64.803
Aum (Dism) Pensiones de Jubilación - Apropiado	478	1.435	1.435	-2.198
Aum (Dism) Cesantías	-1.132	-100	-131	1.403
Aum (Dism) Corrección monetaria y diferidos	4.603	-54.729	-40.450	7.734
Aum (Dism) Deudores	50	47.393	-16.804	-23.386
Aum (Dism) Obras en propiedad ajena y otros act	-1.852	-522	-575	22.222
Aum (Dism) Valorizaciones	3.298	24	-118	5.461
Aum (Dism) Superavit Valorización	-3.713	337	118	-5.461
Aum (Dism) Revalorización del Patrimonio	0	0	-17.186	-5.669
Aum (Dism) Otras Fuentes de Financiación	1.732	-6.161	-73.712	106
Utilidad No Operativa	-25.795	-18.377	-33.718	48.725
Provisión de Impuestos	-21.856	-8.780	-37.313	-22.895
Fondo pasivo pensional	-5.485	-12.974	-27.599	0
Aumento Fondo Pensional	-5.485	-12.974	-27.599	0
Flujo de Caja del Período	65.686	-90.349	76.243	14.478
Disponible e Inversiones Temporales Inicial	137.968	203.653	113.304	189.547
Disponible e Inversiones Temporales Final	203.653	113.304	189.547	204.026

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta
Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 17

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO ANUAL

(Cifras en Millones de COP\$)

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
Total Telefonía	1.164.809	1.206.446	1.094.148	1.157.191	1.135.119	1.114.591	1.095.501
Datos e internet	151.503	219.401	295.901	385.049	462.059	531.368	584.505
Cargos de acceso	87.620	62.422	58.608	56.336	53.519	50.843	48.301
Directorio y otros	37.580	65.351	53.642	65.351	65.351	65.351	65.351
Total Ingresos	1.441.512	1.553.620	1.502.299	1.663.928	1.716.048	1.762.154	1.793.658
Total Costos y Gastos	-1.103.217	-1.231.848	-1.141.503	-1.088.579	-1.079.893	-1.090.345	-1.097.618
EBIT	338.295	321.772	360.796	575.348	636.155	671.808	696.039
Margen EBIT	23,5%	20,7%	24,0%	34,6%	37,1%	38,1%	38,8%
Pensiones y aportes al ISS	-164.307	-138.898	-137.424	-130.000	-130.000	-130.000	-130.000
Pérdida Colombia Móvil	-147.138	-83.879	-	-	-	-	-
Otros Ingresos (Gastos) Neto	128.468	109.978	108.261	56.810	71.923	81.521	97.882
Utilidad no operacional	-182.976	-112.799	-29.163	-73.190	-58.077	-48.479	-32.118
Utilidad Antes de Impuestos	155.318	208.973	331.633	502.158	578.078	623.329	663.921
Total Impuesto Renta	-11.020	-23.266	-90.844	-165.712	-190.766	-205.699	-219.094
Utilidad Neta	144.299	185.706	240.789	336.446	387.312	417.630	444.827
EBIT	338.295	321.772	360.796	575.348	636.155	671.808	696.039
Depreciaciones	227.034	225.627	218.342	210.169	207.081	205.049	203.861
Amortizaciones	60.809	73.531	84.038	55.009	40.779	30.909	24.095
Provisiones	92.042	163.875	127.013	-	-	-	-
EBITDA	718.181	784.805	790.188	840.526	884.015	907.766	923.996
Margen EBITDA	49,82%	50,51%	52,60%	50,51%	51,51%	51,51%	51,51%

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 18

BALANCE GENERAL PROYECTADO ANUAL

(Cifras en Millones de COP\$)

	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Activos							
Disponible e Inversiones Temporales	279.985	137.968	403.680	542.056	630.821	770.418	881.387
Cartera Comercial	282.380	534.738	527.444	547.912	565.074	580.256	590.630
Deudores varios y recaudo de terceros	240.141	99.635	98.276	102.090	105.288	108.116	110.049
Inventarios	12.324	13.064	12.886	13.386	13.805	14.176	14.429
Gastos pagados por anticipado	18.177	19.316	19.052	19.792	20.412	20.960	21.335
Total Activo Corriente	833.006	804.721	1.061.338	1.225.235	1.335.400	1.493.927	1.617.830
Propiedad planta y equipo	1.886.070	1.816.950	1.751.405	1.725.672	1.708.739	1.698.843	1.693.462
Inversiones a largo plazo	226.810	152.028	162.530	173.033	183.535	194.037	204.540
Deudores	602.613	1.015.126	1.088.152	1.149.750	1.216.892	1.290.076	1.369.848
Intangibles	151.805	164.065	113.166	78.250	54.032	37.311	25.833
Diferidos	373.444	441.449	423.202	410.685	402.004	396.010	391.895
Valorizaciones	293.020	251.586	251.586	251.586	251.586	251.586	251.586
Total Activo No Corriente	3.533.762	3.841.203	3.790.042	3.788.976	3.816.787	3.867.863	3.937.163
Total Activo	4.366.768	4.645.924	4.851.380	5.014.211	5.152.187	5.361.790	5.554.994
Pasivos							
Oblig. Financieras Nacionales	37.500	37.751	37.751	37.751	37.751	37.751	37.751
Operadores y Proveedores	120.937	160.309	158.123	164.259	169.404	173.955	177.065
Dividendos Decretados	63.269	30.074	-	-	-	-	-
Acreedores varios	122.605	110.160	108.657	112.874	116.409	119.537	121.674
Impuesto sobre la renta	122.476	1.659	127.899	165.712	190.766	205.699	219.094
IVA, IyC, Otros	50.499	38.632	38.105	39.583	40.823	41.920	42.670
Obligaciones Laborales	23.424	22.919	22.606	23.483	24.219	24.870	25.314
Pensiones de Jubilación	119.440	119.440	119.440	119.440	119.440	119.440	119.440
Provisiones y Contingencias	65.765	137.863	123.159	93.751	64.343	64.343	64.343
Otros pasivos	83.717	67.606	67.606	67.606	67.606	67.606	67.606
Total Pasivo Corriente	809.631	726.411	803.345	824.459	830.761	855.121	874.957
Obligaciones Financieras Nacionales	75.000	237.500	237.500	237.500	237.500	237.500	237.500
Deuda pública Externa	723	516	516	516	516	516	516
Pensiones de Jubilación - Apropiado	845.965	846.674	846.674	846.674	846.674	846.674	846.674
Cesantías	11.646	9.437	9.437	9.437	9.437	9.437	9.437
Contingencias	189.891	330.936	295.640	225.047	154.455	154.455	154.455
Otros pasivos (Corrección monetaria y diferido)	345.938	315.501	315.501	315.501	315.501	315.501	315.501
Total Pasivo Largo Plazo	1.469.162	1.740.564	1.705.268	1.634.675	1.564.083	1.564.083	1.564.083
Total Pasivo	2.278.793	2.466.975	2.508.612	2.459.135	2.394.844	2.419.204	2.439.040
Capital	1.923	1.923	1.923	1.923	1.923	1.923	1.923
Prima en colocacion de acciones	262.061	262.061	262.061	262.061	262.061	262.061	262.061
Reservas	679.989	770.989	872.240	996.377	1.147.778	1.302.702	1.448.873
Revalorización del Patrimonio	706.630	706.630	706.630	706.630	706.630	706.630	706.630
Superávit por Valoriz, Donaciones, Part P	293.074	251.639	251.639	251.639	251.639	251.639	251.639
Resultado del Presente Ejercicio	144.299	185.706	248.274	336.446	387.312	417.630	444.827
Patrimonio	2.087.975	2.178.949	2.342.767	2.555.076	2.757.343	2.942.586	3.115.954
Total Pasivo y Patrimonio	4.366.768	4.645.924	4.851.380	5.014.211	5.152.187	5.361.790	5.554.994
Valor Intrínseco (COP\$)	588,38	614,02	660,18	720,01	777,01	829,21	878,06

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 19

FLUJO DE CAJA PROYECTADO ANUAL

(Cifras en Millones de COP\$)

	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
EBIT	439.598	575.348	636.155	671.808	696.039
Depreciaciones	243.099	210.169	207.081	205.049	203.861
Amortizaciones	76.430	55.009	40.779	30.909	24.095
Provisiones	50.000	-	-	-	-
EBITDA	809.127	840.526	884.015	907.766	923.996
(Aum) Dism Cartera Comercial	7.295	-20.468	-17.163	-15.182	-10.374
(Aum) Dism Deudores varios y recaudo de terceros	1.359	-3.814	-3.198	-2.829	-1.933
(Aum) Dism Inventarios	178	-500	-419	-371	-253
(Aum) Dism Gastos pagados por anticipado	263	-739	-620	-548	-375
Aum (Dism) Operadores y Proveedores	-2.187	6.136	5.145	4.551	3.110
Aum (Dism) Acreedores varios	-1.503	4.217	3.536	3.128	2.137
Aum (Dism) IVA, IyC, Otros	-527	1.479	1.240	1.097	749
Aum (Dism) Obligaciones Laborales	-313	877	736	651	445
(Aum) Dism en el KTNO	4.566	-12.813	-10.743	-9.504	-6.494
(Aum) Dism Propiedad planta y equipo	-177.554	-184.436	-190.147	-195.153	-198.481
(Aum) Dism Inversiones a largo plazo	-10.502	-10.502	-10.502	-10.502	-10.502
(Aum) Dism Valorizaciones	-	-	-	-	-
(Aum) Dism Intangibles	-5.363	-5.577	-5.800	-6.032	-6.258
(Aum) Dism Diferidos	-1.922	-1.999	-2.079	-2.162	-2.244
Capex y Aumento de Inversiones	-195.342	-202.515	-208.529	-213.850	-217.485
Aum (Dism) Otros pasivos	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Impuesto sobre la renta	126.240	37.813	25.053	14.933	13.395
Aum (Dism) Pensiones de Jubilación	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Provisiones y Contingencias	-14.704	-29.408	-29.408	-	-
Aum (Dism) Otros pasivos	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Deuda pública Externa	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Pensiones de Jubilación - Apropiado	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Cesantías	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Contingencias	-85.296	-70.592	-70.592	-	-
Aum (Dism) Fuentes de Financiación	26.240	-62.187	-74.947	14.933	13.395
Utilidad No Operacional	-63.425	-73.190	-58.077	-48.479	-32.118
Impuestos del Período	-127.899	-165.712	-190.766	-205.699	-219.094
Pago de Dividendos	-114.529	-124.137	-185.045	-232.387	-271.460
Aum (Dism) Obligaciones Financieras	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Fondo Pensional	-18.000	-	-	-	-
Capitalización Intereses Fondo Pensional	-55.026	-61.598	-67.142	-73.185	-79.771
(Aum) dism Disponible e Inv Temporales	265.713	138.375	88.766	139.596	110.969
Disponible e Inv Temporales inicial	137.968	403.680	542.056	630.821	770.418
Disponible e Inv Temporales final	403.680	542.056	630.821	770.418	881.387

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta
Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 20

VALORACIÓN

(Cifras en Millones de COP\$)

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Ingresos	1.553.620	1.601.769	1.663.928	1.716.048	1.762.154	1.793.658
% Crecimiento Ingresos	7,8%	3,1%	3,9%	3,1%	2,7%	1,8%
EBIT	485.647	489.598	575.348	636.155	671.808	696.039
+ Depreciaciones	225.627	243.099	210.169	207.081	205.049	203.861
+ Amortizaciones	73.531	76.430	55.009	40.779	30.909	24.095
EBITDA	784.805	809.127	840.526	884.015	907.766	923.996
Margen EBITDA	50,5%	50,5%	50,5%	51,5%	51,5%	51,5%
% Crecimiento EBITDA	4%	3%	4%	5%	3%	2%
(-) Capex	156.507	184.839	192.012	198.027	203.347	206.983
Capex/Ventas	10,1%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
(-) Incremento KTNO	99.177	-4.566	12.813	10.743	9.504	6.494
Incremento KTNO/Ventas	6,4%	-0,3%	0,8%	0,6%	0,5%	0,4%
(-) Impuestos	169.977	166.463	189.865	209.931	221.697	229.693
Impuestos/Ventas	10,9%	10,4%	11,4%	12,2%	12,6%	12,8%
= Flujo de Caja Libre	359.144	462.391	445.837	465.314	473.219	480.826
% Crecimiento FCL		28,7%	-3,6%	4,4%	1,7%	1,6%
WACC Real		7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%
Inflación Proyectada		4,36%	4,00%	4,00%	4,00%	3,75%
WACC Nominal		11,87%	11,49%	11,49%	11,49%	11,22%
Factor de descuento		1,12	1,25	1,39	1,55	1,72

Valor de la Empresa (EV)	
VPN FCL	1.689.517
VPN Valor de Continuidad	2.411.532
= Valor de La Empresa	4.101.049

Supuestos	Ke
Tasa Libre de Riesgo (10 Yr Note)	4,62%
Riesgo Pais	2,00%
Beta	0,90
Prima de Riesgo	5,50%
Ke(\$US)	11,57%
Dev LP	2,00%
Ke Nominal (COP\$)	13,80%

Supuestos	WACC
Deuda	1.408.126
Equity	3.369.857
D/(D+E)	29,47%
E/(D+E)	70,53%
Kd	11,00%
Ke	13,80%
Tasa Impositiva	34,00%
WACC Nominal	11,87%

= Valor de La Empresa	4.101.049
+ Disp. e Inver. Temporales	137.968
+ Inversiones Permanentes	356.028
= Valor Activos	4.595.044
(-) Pasivos	1.225.187
= Equity	3.369.857
# Acciones	3.548.664.772
Precio 06	950
Precio 07	1.080
Precio 08	1.229
Precio (25 Feb 08)	642
Upside	91%

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta
Fuente: ETB, Calculos Bolsa y Renta



Bolsa y Renta S.A.
Comisionista de Bolsa

INVESTIGACIONES BOLSA Y RENTA
26 de febrero de 2008
ETB S.A. ESP

Condiciones de Uso

Los títulos valores mencionados en este reporte no se ajustan a todos los perfiles de los inversionistas. Bolsa y Renta recomienda a los inversionistas evaluar independientemente las posibles inversiones y estrategias e invita a los inversionistas a buscar la asesoría de un analista financiero.

Bolsa y Renta realiza recomendaciones de inversión de las compañías que se cubren en este informe y adicionalmente realiza compras y ventas de acciones a sus clientes en el mercado de valores.

Los informes que realizan los analistas de Bolsa y Renta se construyen a partir de información que está disponible al público. Bolsa y Renta realiza un esfuerzo para que la información utilizada sea real, confiable y completa, pero no puede garantizar que así lo sea.

Los inversionistas deben tener en cuenta que el valor e ingreso de sus inversiones puede variar como consecuencia de los cambios en las tasas de interés, tasas de cambio, precios de los activos o de índices, condiciones financieras y operacionales de la compañía, entre otros factores. El desempeño pasado de los activos no es necesariamente una guía para prever el comportamiento futuro. Las estimaciones del desempeño futuro de los activos están basadas en supuestos que posiblemente no logren cumplirse.

Este reporte o cualquier porción de éste no se debe vender o distribuir sin el consentimiento de Bolsa y Renta.

Contactos Comerciales

Juan Rafael Pérez Vélez
jrperez@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 143

Felipe Escobar Navarro
fescobar@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 145

Camilo Aristizábal Vélez
caristizabal@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 134

Luz Stella Vargas Patiño
lsvargas@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 141

Lina Maria Angel Roldan
langel@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 148

Juan Camilo Velásquez Vásquez
jcvelasquez@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 135